



Discorso

Embargo

11 ottobre 2022, ore 18.45

Le sfide cui è oggi confrontata l'indipendenza delle banche centrali

Annual O. John Olcay Lecture on Ethics and Economics
presso il Peterson Institute

Thomas J. Jordan*

Presidente della Direzione generale

Banca nazionale svizzera

Washington, 11 ottobre 2022

© Banca nazionale svizzera (discorso originale in inglese)

* Il relatore ringrazia Samuel Reynard per l'assistenza fornita nella preparazione di questo testo. Il suo ringraziamento va anche a Claudia Aebersold, Simone Auer, Petra Gerlach, Christian Grisse, Carlos Lenz, Alexander Perruchoud, Michael Schäfer, Tanja Zehnder, nonché ai servizi linguistici della BNS.



Signore e signori,

sono molto grato per l'opportunità che mi è data di tenere la «O. John Olcay Lecture on Ethics and Economics» di quest'anno. John Olcay era una persona rimarchevole e un vero gentleman. Possedeva una conoscenza eccezionalmente approfondita della politica, dell'economia e dei mercati ed era sempre disponibile e interessato al dibattito su un'ampia gamma di argomenti. John è stato anche un mio amico e un assiduo sostenitore della Banca nazionale svizzera. È per me un grande onore e piacere tenere oggi questa conferenza in sua memoria.

Il mio intervento era previsto per il 2020, ma dovette allora essere rimandato a causa della pandemia. Appena due anni fa molte banche centrali desideravano far risalire l'inflazione a livelli più vicini ai propri obiettivi e da parte di alcuni era chiesto loro di finanziare direttamente la spesa pubblica. Frattanto il contesto politico ed economico è radicalmente cambiato. L'inflazione è decisamente troppo elevata quasi ovunque e le banche centrali stanno innalzando i propri tassi di riferimento in un momento in cui lo stock di debito pubblico ha assunto grandi proporzioni. In taluni casi l'indipendenza delle banche centrali viene pubblicamente messa in discussione.

Simili pressioni esplicite tese a restringere l'indipendenza delle banche centrali sono fenomeno piuttosto recente. Esse non erano presenti negli ultimi decenni; al contrario, esisteva un solido consenso fra economisti, politici e opinione pubblica sulla necessità di tale indipendenza. Questo consenso era fondato non solo sulla teoria, bensì anche sull'esperienza pratica. La stabilità dei prezzi può essere conseguita unicamente con una politica monetaria indipendente, ossia esente da pressioni politiche sulla banca centrale.

In mancanza di indipendenza della banca centrale, vi è il rischio che governi con preoccupazioni elettorali cerchino di concepire una politica monetaria espansiva allo scopo di ridurre temporaneamente i costi di finanziamento del debito e di stimolare l'attività economica. Con il tempo ciò condurrebbe inevitabilmente a un'elevata inflazione. Senza indipendenza, vari gruppi politici potrebbero inoltre forzare la banca centrale a perseguire obiettivi aggiuntivi. Questo darebbe luogo a conflitti di interesse e finirebbe per destare dubbi circa la capacità o la volontà di quest'ultima di assicurare la stabilità dei prezzi. Cosa ugualmente importante, dati tali conflitti di interesse, se la banca centrale si prefiggesse obiettivi diversi dalla stabilità dei prezzi, la legittimità della sua indipendenza potrebbe facilmente essere messa in discussione. È per questa ragione che alle banche centrali indipendenti sono stati assegnati mandati ristretti.

Nella mia esposizione argenterò che le minacce all'indipendenza delle banche centrali, e quindi alla loro capacità di assolvere i propri mandati di politica monetaria, sono ognora presenti e assumono varie forme. Mentre alcune sono evidenti, altre si celano alla vista. Tali minacce sono particolarmente acute nel contesto economico attuale. Tratterò, in un'ottica svizzera, delle insidie che occorre evitare per far sì che la politica monetaria sia decisa in modo indipendente e le banche centrali abbiano la libertà di perseguire politiche atte ad assicurare la stabilità dei prezzi a medio-lungo termine.

Delimitazione del campo di azione delle banche centrali rispetto alla politica fiscale

Inizierò con l'esaminare la necessità di delimitare il campo di azione delle banche centrali rispetto alla politica fiscale. Normalmente le autorità monetarie e fiscali prendono le proprie decisioni separatamente, senza coordinarsi l'una con l'altra. E ciò per una buona ragione. La storia ci insegna che, quando le banche centrali sono strettamente legate all'autorità fiscale, spesso è fatto uso, in modo diretto o indiretto, di una politica monetaria espansiva per finanziare i disavanzi pubblici. Questo ha condotto più e più volte a un'elevata inflazione.

Un'elevata inflazione è indesiderabile per molti motivi. Riduce il potere d'acquisto dei consumatori, colpendo in modo particolare le famiglie a basso reddito. Inoltre, causa distorsioni nei prezzi, che determinano un'errata allocazione delle risorse, e pertanto inefficienza. E poiché un alto tasso di inflazione tende ad accompagnarsi a una sua maggiore volatilità, esso accresce l'incertezza degli investimenti e di conseguenza i premi per il rischio. Per di più, abbattere un'elevata inflazione può essere molto costoso.

Per tutti questi motivi, il mandato delle banche centrali è di assicurare la stabilità dei prezzi, comprendendo solitamente anche il sostegno dell'attività economica. In Svizzera alla banca centrale è affidato il compito di assicurare la stabilità dei prezzi tenendo conto dell'evoluzione congiunturale. Il nostro mandato è pertanto limitato al contributo essenziale che una banca centrale può fornire alla società. Per giunta, l'indipendenza della Banca nazionale svizzera è garantita dalla Costituzione.

Salvaguardare l'indipendenza delle banche centrali è condizione essenziale affinché esse siano capaci di assolvere il proprio mandato. Se il pubblico sospetta che le autorità monetarie prendano le loro decisioni con l'obiettivo di recare sostegno alle finanze statali, si attenderà che ne consegua un aumento dell'inflazione. E poiché tali aspettative influiscono fortemente sull'inflazione effettiva attraverso la contrattazione salariale e la fissazione dei prezzi, l'inflazione può rapidamente sfuggire al controllo. È quindi importante evitare persino la parvenza che considerazioni di natura fiscale dominino la politica monetaria.

Tuttavia, è anche importante rilevare che una banca centrale indipendente non può ignorare gli effetti della politica fiscale nel definire la politica monetaria in conformità del suo mandato. La politica fiscale può influenzare la crescita, l'inflazione, i tassi di interesse e i premi per il rischio. Tenere conto di questi effetti sull'economia e sulle condizioni monetarie è parte integrante di un'accorta politica monetaria mirata a preservare la stabilità dei prezzi.

L'eccezionale retaggio monetario e fiscale risultante dalla crisi finanziaria globale

Vorrei ora considerare brevemente l'eccezionale retaggio monetario e fiscale lasciato dalla crisi finanziaria globale, e le sfide che esso pone oggi all'indipendenza delle banche centrali.

In seguito allo scoppio della crisi finanziaria globale molte banche centrali hanno ridotto i tassi di riferimento portandoli a livelli molto bassi o, in certi paesi come la Svizzera,

addirittura in zona negativa. Hanno altresì fatto scendere i rendimenti a più lungo termine acquistando obbligazioni di Stato e societarie. Ciò ha accresciuto i bilanci delle banche centrali e i connessi rischi.

Due anni or sono, le misure adottate per contenere la diffusione della pandemia da coronavirus hanno fortemente raffrenato l'attività economica. Le politiche monetarie e fiscali hanno reagito vigorosamente. Mediante schemi di assistenza sociale e pacchetti di stimolo, le autorità fiscali hanno contribuito a stabilizzare l'economia. Gli stimoli fiscali senza precedenti hanno determinato in molti paesi un aumento considerevole del già elevato debito pubblico. Tramite l'apporto di liquidità, le banche centrali hanno assicurato che i mercati continuassero a funzionare, e con una politica monetaria accomodante hanno puntato a stabilizzare l'attività economica e ad evitare la deflazione.

Inoltre, una risposta efficiente a questa crisi economica molto inconsueta richiedeva e giustificava la cooperazione fra le autorità monetarie e fiscali. Queste hanno adottato strategie coordinate per prevenire una stretta creditizia che avrebbe potuto causare un'ondata di fallimenti e una massiccia disoccupazione. Molte imprese sono state particolarmente colpite dalle restrizioni imposte dai governi per contenere il diffondersi dei contagi. Lo scopo delle politiche coordinate era quello di consentire a queste aziende di ottenere finanziamenti con rapidità e a condizioni favorevoli. Era essenziale che l'illiquidità non si trasformasse in insolvenza. In Svizzera, ad esempio, al fine di sormontare i problemi di liquidità delle aziende è stato allestito un programma congiunto che combinava misure del governo federale, della Banca nazionale svizzera e del settore privato. Grazie a questo efficace programma, nello spazio di poche settimane un quinto delle imprese elvetiche ha potuto ricevere prestiti per fare fronte agli squilibri di tesoreria indotti dalla crisi pandemica.

Durante la pandemia tali azioni coordinate fra le autorità monetarie e fiscali erano necessarie. Esse erano anche facilmente conciliabili, giacché entrambe le politiche dovevano muoversi nella direzione espansiva. Ma adesso le banche centrali devono segnalare in maniera inequivocabile che tale coordinamento non costituiva un primo passo verso una situazione in cui le esigenze fiscali dominino la politica monetaria. Ciò è importante per due ragioni.

In primo luogo, una tale cooperazione dovrebbe sempre essere limitata sia nel tempo, sia a circostanze eccezionali. Essa non va scambiata per una rinuncia all'indipendenza da parte delle banche centrali. In secondo luogo, il contesto geopolitico ed economico è ora drasticamente cambiato. Mentre inizialmente la pandemia aveva ridotto sia l'attività economica che l'inflazione, molteplici fattori quali le strozzature nell'offerta, l'accumulo di domanda, nonché gli stimoli monetari e fiscali, hanno presto cominciato a esercitare pressioni al rialzo sui prezzi. Il brusco rincaro dell'energia, in parte indotto dalla guerra in Ucraina, ha ulteriormente sospinto verso l'alto i prezzi, rallentando al tempo stesso la crescita. La politica monetaria deve ora essere inasprita sullo sfondo di un elevato indebitamento pubblico.

Il principio secondo cui le banche centrali non dovrebbero permettere che le esigenze fiscali dominino la politica monetaria è sempre stato valido. Ma, nell'attuale contesto caratterizzato da un'elevata inflazione e dal rallentamento dell'attività economica, a cui si aggiunge il

retaggio di un elevato debito pubblico e di bilanci delle banche centrali dilatati, attenersi a questo principio è particolarmente impegnativo.

Vorrei ora delineare due tipi di dominanza fiscale, che designerò rispettivamente come impiego improprio della politica monetaria e impiego distorto della politica monetaria. Si ha un impiego improprio della politica monetaria allorché la banca centrale decide esplicitamente di assecondare le finanze pubbliche; esso riflette la mancanza di una buona e stabile governance. Vi è invece un impiego distorto della politica monetaria quando le valutazioni della banca centrale sono alterate in modo da evitare pressioni politiche; esso induce a scelte di politica monetaria errate che favoriscono le finanze pubbliche.

Primo rischio per l'indipendenza: l'impiego improprio della politica monetaria

Comincerò con l'impiego improprio della politica monetaria, il quale può assumere due forme, una più evidente e un'altra di tipo più sottile. Nella forma evidente di dominanza fiscale la banca centrale è sollecitata a finanziare in maniera diretta lo Stato. Ad essa può essere chiesto di acquistare direttamente il debito pubblico del paese, il che significa in sostanza stampare moneta per finanziare la spesa pubblica. Oppure, ancora più scopertamente, la banca centrale può dare il denaro «in regalo», a detrimento del proprio capitale. Nella maggior parte dei casi la legislazione sulla banca centrale vieta tuttavia tale finanziamento diretto.

Ciononostante, durante la crisi da coronavirus alcuni economisti hanno propugnato il finanziamento monetario diretto della spesa pubblica. In genere tali proposte si riferivano a erogazioni una tantum legate a specifiche voci di spesa, come i costi economici connessi con la pandemia¹. Ma questa è una china pericolosa. Se la politica monetaria viene impiegata per finanziare un certo progetto di politica fiscale, ben presto si presenterà una nuova idea meritevole, e poi un'altra ancora. Alla fine la politica monetaria sarà incapace di concentrarsi sul suo mandato di assicurare la stabilità dei prezzi.

Mi sia consentito menzionare brevemente due importanti tematiche in questo contesto: i programmi di acquisto di attività finanziarie e la distribuzione di utili. Negli ultimi anni molte banche centrali hanno effettuato acquisti di titoli di Stato come mezzo per allentare le condizioni monetarie. Tali acquisti erano direttamente collegati ai mandati delle banche centrali in questione e concepiti con l'intento di abbassare i tassi di interesse a lungo termine per l'intera economia. Il loro scopo non era quello di agevolare il finanziamento della spesa pubblica, e pertanto non costituivano finanziamento monetario dissimulato.

Neanche la distribuzione di utili delle banche centrali rappresenta finanziamento monetario dissimulato. Questi utili originano dal monopolio nella creazione di base monetaria.

¹ Cfr. ad esempio Gali, J. (2020), «Helicopter money: The time is now», VoxEU; oppure Kaufmann, D., A. Rathke e J.-E. Sturm (2020), «Was kann die SNB noch tun?», blog Ökonomenstimme; oppure Gersbach, H. e J.-E. Sturm (2020), «Ein Schweizfonds mit 100 Mia. Franken als zweiter Pfeiler», blog Ökonomenstimme.

Solitamente le banche centrali trattengono parte degli utili conseguiti per potenziare il proprio capitale e trasferiscono quindi l'ammontare residuo al governo. Così come gli acquisti di titoli, la distribuzione di utili non è dettata dalle esigenze di finanza pubblica. Ovviamente, vi è sempre il rischio che a seguito di pressioni politiche gli acquisti di attività o i trasferimenti di utili siano sovradimensionati, e causino pertanto con il tempo una più elevata inflazione.

Ma ritorniamo al pericolo che la politica monetaria sia utilizzata in maniera indebita per finalità fiscali. Oltre alla pressione sulle banche centrali affinché esse finanzino direttamente la spesa pubblica, esiste un secondo e più sottile modo di impiego improprio della politica monetaria. Questo si verifica quando le banche centrali sono sottoposte a pressioni o addirittura a intimidazioni affinché non innalzino i tassi di interesse o non vendano titoli nella misura e con la rapidità che sarebbero necessarie per combattere l'inflazione, allo scopo di aiutare le finanze pubbliche.

Una reazione della politica monetaria più debole del necessario può causare un'inflazione superiore alle attese, la quale riduce il valore reale del debito pubblico. Nella situazione attuale alle banche centrali potrebbe essere chiesto di ritardare o limitare il rialzo dei tassi di interesse. Ciò terrebbe bassi i costi per il finanziamento del debito pubblico. Al tempo stesso modererebbe le perdite sugli attivi a lungo termine detenuti dalle banche centrali, mantenendo artificialmente elevata la distribuzione di utili alle istituzioni governative.

Mentre il finanziamento diretto dello Stato si configurerebbe come un'aperta violazione della legge, tale finanziamento indiretto attuato adottando deliberatamente una politica monetaria troppo espansiva e tollerando così una più elevata inflazione, comporterebbe «soltanto» il non adempimento del mandato da parte della banca centrale.

Secondo rischio per l'indipendenza: l'impiego distorto della politica monetaria

Tuttavia, la dominanza fiscale non risulta soltanto da un impiego improprio della politica monetaria. Vi è infatti un'altra insidia che rischia di compromettere l'indipendenza della banca centrale: un impiego distorto della politica monetaria. Questo rischio ha origine in seno alla banca centrale stessa ed è molto più difficile da identificare.

Determinare l'orientamento monetario appropriato non è mai stato facile. Negli ultimi anni le crisi globali e i cambiamenti strutturali hanno notevolmente accresciuto l'incertezza del quadro macroeconomico. Ad esempio è difficile stimare il tasso di interesse reale di equilibrio e il livello dell'output gap, così come sono difficilmente quantificabili gli effetti sull'inflazione esercitati da tendenze strutturali come la globalizzazione. Non tenere conto adeguatamente di un più alto tasso di interesse reale di equilibrio, di un minore prodotto potenziale o della deglobalizzazione può condurre a una politica monetaria eccessivamente espansiva e ad una più elevata inflazione.

Lo staff delle banche centrali cerca di integrare i cambiamenti strutturali nei modelli utilizzati per formulare le proprie raccomandazioni ai policy maker. Le decisioni di politica monetaria

sono quindi prese sulla base dell'evidenza disponibile, tenuto conto dell'incertezza del modello. Tuttavia, la limitatezza delle informazioni e delle conoscenze comporta un ampio margine discrezionale. Nell'attuale contesto è quindi possibile che da pressioni politiche derivi un certo «bias» a favore di un'opzione di politica monetaria leggermente espansiva, giacché l'incertezza può giustificare una decisione che risulta assecondare le finanze pubbliche.

Le potenziali pressioni politiche possono far pendere le raccomandazioni di politica monetaria verso un «bias» espansivo mediante differenti canali. Porterò tre esempi.

Primo, nell'interpretare le proprie analisi le banche centrali possono essere inclini a concludere che una politica monetaria più accomodante è necessaria, semplicemente perché desiderano evitare pressioni politiche a breve termine². La speranza implicita è che postponendo l'inasprimento monetario i problemi di finanziamento del governo si risolvano prima che aumenti l'inflazione.

Secondo, nelle attuali circostanze è difficile valutare in che misura l'inflazione è persistente e in che misura è transitoria. Da nostre inchieste risulta che ora le imprese svizzere riescono più facilmente che in passato a trasferire il rincaro degli input sulla clientela, e che il potere contrattuale dei lavoratori è in crescita. Tali cambiamenti strutturali, unitamente al fatto che l'espansione monetaria e gli stimoli fiscali del passato si ripercuotono sui prezzi con un certo ritardo, possono comportare una sottostima della persistenza dell'inflazione. Di conseguenza, le banche centrali potrebbero reagire meno energicamente del dovuto all'aumento osservato. Esse potrebbero cioè inasprire la politica monetaria con troppa lentezza, onde evitare il rischio di un rallentamento economico che metterebbe il governo in una situazione più difficile.

Terzo, vi è incertezza riguardo ai tempi e all'entità dell'azione di spinta sui prezzi prodotta dalla deglobalizzazione. I policy maker potrebbero essere propensi ad attribuire in misura eccessiva l'aumento dell'inflazione osservato a effetti di aggiustamento una tantum nella catena di forniture internazionale, e astenersi perciò dall'inasprire la politica monetaria e frenare la domanda. Ovviamente, ciò aiuterebbe ancora una volta le finanze pubbliche nel breve termine.

L'impiego distorto della politica monetaria è assai più difficile da individuare che l'impiego improprio. Le decisioni delle banche centrali sono prese in un contesto di elevata incertezza ed esiste un ampio dibattito in merito alla presenza o meno di cambiamenti strutturali e al modo in cui la politica monetaria dovrebbe rispondervi. Dato il ritardo con cui si trasmettono gli impulsi monetari, le vere motivazioni che sottendono al «bias» espansivo potrebbero rimanere celate per lungo tempo. E ove siano in atto contestualmente diversi cambiamenti strutturali, è possibile che un'eventuale influenza nascosta della dominanza fiscale non venga mai accertata.

² Questa tendenza pare riguardare non soltanto i decision maker, bensì anche gli studi di ricerca delle banche centrali sull'efficacia delle politiche. Cfr. Fabo, B., M. Jančoková, E. Kempf e L. Pastor (2020), «Fifty shades of QE: Conflicts of interest in economic research», Becker Friedman Institute Working Paper, 2020-128.

Che cosa dobbiamo fare per assicurare l'indipendenza?

Allora, a che punto siamo oggi? L'impiego improprio della politica monetaria allo scopo di finanziare i disavanzi statali sta divenendo un rischio reale. Le banche centrali hanno iniziato a inasprire la politica monetaria al fine di riabbassare l'inflazione e stanno pertanto focalizzandosi sui propri mandati. Ma un ulteriore inasprimento potrebbe non essere accolto con entusiasmo da talune parti della società. Con i costi per il servizio del debito in aumento, potrebbero sorgere pressioni politiche volte a differire, rallentare o limitare la restrizione monetaria. Inoltre, nella misura in cui l'inflazione è persistente e superiore ai valori di obiettivo, le banche centrali sono politicamente più vulnerabili. In alcuni casi i politici hanno già cominciato a mettere in questione pubblicamente l'indipendenza della banca centrale. Questa forma di pressione potrebbe di per sé rendere le banche centrali più disposte ad assecondare i governi onde evitare cambiamenti del proprio assetto istituzionale e mandato.

Cosa si può dire del rischio di un impiego distorto della politica monetaria, ossia di un suo «bias» espansivo nel presente contesto? Con il crescere del debito pubblico e dell'incertezza economica strutturale anche questo rischio è aumentato. L'intento di evitare critiche di natura politica potrebbe condizionare le valutazioni delle banche centrali nella situazione economica attuale.

E questa situazione si presenta intricata. Per combattere efficacemente l'inflazione le banche centrali necessitano di indipendenza, proprio nel momento in cui tale indipendenza è a rischio a causa dell'elevata inflazione. Questa considerazione mi porta a formulare una domanda finale: qual è il modo migliore per assicurare l'indipendenza? La mia risposta consta di tre elementi.

Anzitutto, deve rimanere chiara la linea di demarcazione fra politica monetaria e politica fiscale. Le banche centrali devono assicurarsi che la cooperazione fra le due istanze, che era necessaria durante la pandemia, non venga percepita come un primo passo verso la dominanza fiscale. Benché in alcuni modelli teorici, nei quali un pianificatore centrale agisce nel migliore interesse del paese, il coordinamento ottimale delle politiche sembra indicare un migliore esito macro-economico, le banche centrali dovrebbero attenersi al principio del non coordinamento. Per i politici confrontati a prove elettorali la tentazione del finanziamento monetario può semplicemente essere troppo forte.

Il modo migliore per stabilire una chiara linea di demarcazione fra politica monetaria e politica fiscale è che la banca centrale abbia un mandato ristretto, incentrato sul suo compito primario: assicurare la stabilità dei prezzi a medio termine. Esiste oggi una certa tendenza ad ampliare i mandati delle banche centrali con obiettivi come la lotta al cambiamento climatico o alle disuguaglianze. In Svizzera vi è l'idea di finanziare il sistema previdenziale con utili generati dalla Banca nazionale. Tuttavia, la responsabilità per questi compiti spetta chiaramente al governo. L'assunzione di tali obiettivi addizionali comporterebbe un coordinamento implicito fra le politiche monetaria e fiscale, aumentando il rischio di dominanza fiscale.

Il secondo presupposto per assicurare l'indipendenza della banca centrale è impedire che la politica monetaria sia usata indebitamente per finanziare lo Stato. Le condizioni finanziarie dovrebbero ora essere inasprite con il chiaro proposito di riportare l'inflazione al suo livello di obiettivo. L'assolvimento del mandato conferitole è lo scopo essenziale di una banca centrale, la sua ragion d'essere. Con il ritorno alla stabilità dei prezzi le banche centrali saranno meno vulnerabili, poiché allora non potranno più essere accusate di non adempiere il loro mandato.

Il terzo elemento a presidio dell'indipendenza delle banche centrali è assicurare che la politica monetaria non sia impiegata in modo distorto, ed evitare così un «bias» espansivo di fondo. Le banche centrali dovrebbero essere autocritiche nelle proprie analisi economiche. Occorre che esse siano sempre consapevoli della convenienza politica di errare per eccesso di cautela nell'inasprire la politica monetaria. Ma al centro dell'attenzione vi devono essere i dati disponibili e il mandato della banca centrale. Quando nuove informazioni modificano il quadro situazionale, le banche centrali devono aggiustare le loro valutazioni, adattare la loro politica e comunicare ciò in modo chiaro. Facendo bene il proprio lavoro esse dimostrano di usare l'indipendenza nel migliore interesse della società.

Conclusione

Con questo, signore e signori, permettetemi di concludere.

I rischi cui è confrontata l'indipendenza delle banche centrali sono reali e presenti in tutto il mondo, anche in Svizzera. È di fondamentale importanza che le banche centrali siano indipendenti, non per l'indipendenza in se stessa, ma in quanto presupposto per assolvere il loro mandato e servire la società nel suo insieme. L'indipendenza va difesa. E le banche centrali devono dimostrarsi meritevoli dell'indipendenza e della fiducia che sono state loro attribuite.

Grazie.